

### Zum Wandel von Arbeit und Expertentum im Finanzsystem - das Beispiel der Ratinganalysten

Hiß, Stefanie

Veröffentlichungsversion / Published Version  
Zeitschriftenartikel / journal article

#### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Hiß, S. (2009). Zum Wandel von Arbeit und Expertentum im Finanzsystem - das Beispiel der Ratinganalysten. *AIS-Studien*, 2(2), 5-16. <https://doi.org/10.21241/ssoar.64738>

#### Nutzungsbedingungen:

*Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.*

*Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.*

#### Terms of use:

*This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.*

*By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.*

Stefanie Hiß<sup>1</sup>

## **Zum Wandel von Arbeit und Expertentum im Finanzsystem – das Beispiel der Ratinganalysten**

### **Einleitung**

Für die globale Finanz- und Wirtschaftskrise sind in den letzten Monaten zahlreiche Verantwortliche identifiziert worden: gierige Banker, zügellose Hedge-Fonds-Manager, unwissende Aufsichts- und Regulierungsbehörden oder befangene Ratinganalysten.<sup>2</sup> Die oft pauschalen Aburteilungen dieser Akteure lassen eine fundierte Analyse der Ursachen und damit einen konzisen Blick hinter die Kulissen auf die Arbeit des Finanzsystems oft vermissen. Dass die Krise nicht allein eine Frage von Gier ist, sondern auch breitere Ursachen hat, hat zum Beispiel Haipeter (2006) in seiner Rekonstruktion des Wandels der Ausbildung von Bankkaufleuten aufgezeigt, deren Arbeitsinhalte sich deutlich in Richtung einer stärkeren Vertriebsorientierung verändert haben. Die Folgen des damit einhergehenden Verkaufsdruck haben in der Finanzkrise vor allem diejenigen Kunden zu spüren bekommen, die sich zum Beispiel zum Kauf vermeintlich sicherer Lehman-Zertifikate überreden ließen, welche durch die Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers ihren Wert verloren. Dieser Sachverhalt zeigt sowohl die Notwendigkeit als auch den Bedarf eingehender Untersuchungen der Arbeits- und Funktionsweise des Finanzsystems und seiner Akteure.

Im vorliegenden Beitrag soll dies am Beispiel der Ratingagenturen und ihrer Analysten geschehen. Ratingagenturen fungieren auf den Finanzmärkten als Intermediäre zwischen Kreditgebern und Kreditnehmern, indem sie die Kreditwürdigkeit oder die Ausfallwahrscheinlichkeit von Finanzmarktakteuren oder Finanzinstrumenten bewerten. Ratinganalysten fällt dabei die Rolle von Experten zu, die eine hochkomplexe Wirklichkeit auf ein einfaches, vergleichbares Ratingsymbol reduzieren (Sinclair 2005). Während ihnen diese Expertenarbeit bei der Bewertung von Unternehmensanleihen über viele Jahre im Großen und Ganzen und mit einigen Ausnahmen, allen voran Enron und WorldCom, verlässlich gelungen ist und ihre Ratingurteile sich im Nachhinein betrachtet zumeist als richtig in dem Sinne herausstellten, dass ihre Prognosen der wahrscheinlichen Zahlungsunfähigkeit von Unternehmen tatsächlich wahr wurden, hat ihre Vorhersagekraft im Zuge der Subprime-Krise mehr als deutlich nachgelassen. Indem sie die Ausfallwahrscheinlichkeiten zahlreicher verbrieft und mit Hypotheken hinterlegter Finanzprodukte als zu positiv bewerteten, haben sie zum Ausbruch der Krise im

---

<sup>1</sup> Jun.-Prof. Dr., seit WS 2009/10 als Juniorprofessorin für Wirtschaftssoziologie/ Soziologie der Finanzmärkte an der Friedrich-Schiller-Universität Jena tätig; stefanie.hiss@uni-jena.de

<sup>2</sup> Auch wenn die Krisenverantwortlichen in der Mehrzahl (männliche) Banker, Manager, Analysten oder Experten sind, sind im vorliegenden Beitrag bei der vereinfachenden Verwendung des generischen Maskulinums Personen sowohl männlichen wie weiblichen Geschlechts gemeint.

Sommer 2007 beigetragen und sind wegen ihrer Fehleinschätzungen an den öffentlichen Pranger gestellt worden.<sup>3</sup>

Wie konnte es zu diesem deutlichen und raschen Einbruch der Prognosefähigkeit der Agenturen kommen? Warum lagen sie – trotz ihrer langjährigen Bewertungserfahrung – mit ihren Einschätzungen auf einmal falsch? Als Antwort auf diese Fragen ist oft auf die fehlende Erfahrung der Agenturen bei der Bewertung strukturierter Finanzprodukte und die mit diesem jungen Geschäftszweig einhergehenden Interessenkonflikte verwiesen worden: die Agenturen hatten erst wenige Jahre zuvor mit der Bewertung verbriefter Kreditprodukte begonnen, für die dementsprechend erst wenige historische Daten angesammelt werden konnten (IOSCO 2008a; SEC 2008). Zudem waren sie – im Gegensatz zur Bewertung von Unternehmensanleihen – auch an der Konstruktion dieser Finanzprodukte selbst aktiv beteiligt. Was in diesem Zusammenhang ausführlich als Befangenheit und Interessenkonflikt der Agenturen diskutiert worden ist (Lynch 2009; Strier 2008) verweist auch auf die unterschiedliche Arbeitsweise der Agenturen beim Rating strukturierter Finanzprodukte im Vergleich zum klassischen Unternehmens(anleihe)-rating. Während bei Letzterem Analysten direkten Kontakt zum Unternehmen aufnehmen, und dieses auf der Basis einer autonomen, qualitativen Expertenentscheidung beurteilen, sind sie bei der Bewertung strukturierter Finanzprodukte auf externe, von Dritten erstellte Daten angewiesen, die sie mit Hilfe quantitativer formalisiert-standardisierter Modelle auswerten. Auf diesen unterschiedlichen Arbeitsweisen der Ratingagenturen und dem Wandel des damit verbundenen Expertentums liegt der Fokus des vorliegenden Beitrags.

Die gesetzlichen Veränderungen, die gegenwärtig als Konsequenz aus den Verfehlungen der Ratingagenturen in Europa (und den USA) auf den Weg gebracht werden, werden die Ratingagenturen in ihrer Arbeitsweise merklich beeinflussen. Dabei vertrete ich die These, dass die Arbeit der Ratinganalysten als Folge dieser Gesetzesreformen insgesamt formalisierter, standardisierter und quantitativer wird. Das Expertentum der Analysten bewegt sich damit weiter von einer ganzheitlichen qualitativ-intuitiven hin zu einer formalisierten quantitativ-standardisierten Vorgehensweise. Durch die Gesetzesänderungen wird jene Art des Expertentums weiter gestärkt, das sich gerade bei der Subprime-Krise als verfehlt erwiesen hat. Das Expertentum des klassischen Unternehmensratings, mit dem über viele Jahre hinweg verlässliche Prognosen generiert werden konnten, wird demgegenüber weiter geschwächt.

Im Folgenden werde ich zunächst einige Überlegungen dazu anstellen, was einen Experten kennzeichnet. Dann werde ich die beiden grundsätzlichen Beurteilungsverfahren der Ratingagenturen, das klassische Unternehmensrating und das Rating strukturierter Finanzprodukte, kurz gegenüberstellen, um daran aufzuzeigen, in welcher Weise Ratinganalysten als Experten tätig sind. Anschließend gehe ich auf die zentralen Regulierungseingriffe in Europa und deren Folgen für den Wandel des Expertentums ein.

---

<sup>3</sup> In den ersten zehn Monaten des Jahres 2007 mussten die drei großen Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch zusammen 9.496 Abwertungen für Subprime-Tranchen vornehmen, im Vergleich zu „nur“ 836 im Jahr 2006 und 240 in Jahr 2005 (Romey/Drut 2008, S. 9).

### Experten und Expertentum

Gerade in den letzten Jahren hat sich der Experte zu einem schillernden *Catch-all-Begriff* entwickelt, der in seinen Synonymen als Fachmann, Sachverständiger, Gutachter oder Spezialist immer und überall gefragt ist (Ericsson et al. 2007; Kurz-Milcke/Gigerenzer 2004). Experten gelten in dem Bereich, in dem sie über Expertisen verfügen, als überdurchschnittlich kompetent; ihnen wird zugetraut, theoretisches Wissen praktisch anzuwenden und Transferleistungen von oder in andere Wissensgebiete zu erbringen, und ihnen wird eine große Erfahrung und viel implizites Wissen nachgesagt. Die gewählten Formulierungen: „gelten, zutrauen, nachsagen“, deuten an, dass nicht nur praktisch alles Wissen vorläufig und/oder sozial konstruiert ist (Adorno et al. 1972; Habermas 1969; Kuhn 1970), sondern auch das Konzept des Experten selbst.

Wo überall findet man Experten, oder, anders gefragt: welche Typen von Experten findet man? Neben den Wissensexperten, die sich in einem bestimmten Gebiet auskennen (z. B. der Familienrechtsexperte, der Gesundheitsexperte), sind Berater in Politik oder Wirtschaft, häufig auch im Gewand von Lobbyisten, die wohl bekanntesten Kategorien. Ohne an dieser Stelle eine umfassende Heuristik der Kennzeichen oder Typen von Experten zu entwickeln (für eine Typologie von Experten siehe Miege 2001, S. 143ff.), soll im Folgenden der Typus des „Prognostikers“ näher beleuchtet werden. Als Experten, die Vorhersagen treffen, gehören zu dieser Gruppe neben den Konjunktur- oder Zukunftsforschern, Wetterexperten oder Klimaforschern auch die Ratinganalysten, die die zukünftige Ausfallwahrscheinlichkeit von Schuldnern kalkulieren. Diese Art von Expertentum zeichnet sich durch zusätzliche Charakteristika aus, die im Folgenden zunächst am Beispiel des klassischen Unternehmensratings verdeutlicht werden sollen.

### Expertentum beim klassischen Unternehmensrating

Das Bewerten der Bonität von Unternehmen bzw. Unternehmensanleihen ist das klassische und traditionelle Geschäft der Ratingagenturen, mit dem John Moody vor rund 100 Jahren begonnen hat (Sylla 2002). Bis vor wenigen Jahren stellte es neben dem *sovereign rating*, also dem Rating von Staaten, die Haupteinnahmequelle der Agenturen dar.<sup>4</sup>

Beim Unternehmensrating prüfen die Analysten nicht nur öffentlich zugängliche und unternehmensinterne Dokumente, sondern gehen auch persönlich in das Unternehmen, sprechen mit den Managern und hören sich deren Selbsteinschätzungen und Pläne an. Dabei gewinnen sie einen konkreten Eindruck vom Untersuchungsobjekt und ein Gespür von der Besonderheit des Unternehmens. Sie analysieren das Unternehmen in aller Ausführlichkeit und treffen am Ende eine Prognose über die zukünftige Ausfallwahrscheinlichkeit; und zwar auf der Basis derjenigen Informationen, die sie in diesem Fall für relevant erachten. Ihre Vorgehensweise gleicht dabei einem Entdeckungsprozeß, bei dem sie das Unternehmen vor dem Hintergrund ihrer jeweiligen Erfahrungen einordnen, ohne bei

---

<sup>4</sup> Erst in den letzten Jahren hat sich die Einnahmestruktur der Ratingagenturen verändert. Bis in die Mitte der 1990er Jahre wurde der überwiegende Teil der Einnahmen und Erlöse im Geschäft mit Unternehmens- oder Länderratings erzielt. Das starke Wachstum des Marktes für strukturierte Finanzprodukte seit Anfang des Jahrhunderts hat dazu geführt, dass bei Ausbruch der Subprimekrise schätzungsweise 50% der Einnahmen durch das Rating strukturierter Finanzprodukte erzielt worden sind (European Commission 2008, S. 10).

dieser Kontextualisierung die besondere Spezifik des vorliegenden Falles aus den Augen zu verlieren. Die Gewichtung unterschiedlicher Analysefaktoren ist bei dieser Vorgehensweise nicht *ex-ante* oder unabhängig vom relevanten Fall vorgegeben, sondern wird vom Analysten erst im Lichte des konkreten Falls und im Verhältnis zu anderen Faktoren entwickelt. Bis zum Abschluss des Verfahrens bleibt diese Gewichtung vorläufig und kann durch neue Daten und Erkenntnisse jederzeit angepasst werden. Während dieses *grounded-theory*-ähnlichen Such- und Entdeckungsprozesses lernen Analysten also permanent dazu und kommen am Ende zu einer spezifischen, unwiederholbaren Entscheidung, die speziell auf den vorliegenden Fall zugeschnitten ist. Selbstverständlich werden die Analysten bei diesem Verfahren von formalisierten oder standardisierten Modellen unterstützt. Allerdings obliegt auch die Gewichtung dieser Modelle der Einordnung des Analysten. Am Ende dieses qualitativen Prozesses trifft ein Ratingkomitee in einer *Black Box* eine Entscheidung, die weder eins-zu-eins dokumentiert wird noch von außen exakt nachzuvollziehen ist. Da diese Experten bei ihrer Entscheidungsfindung auf implizites, *tacit knowledge* (Polanyi 1966) zurückgreifen, das sich gegenüber einer klaren Artikulation als resistent erweist, bleibt stets ein wenigstens kleiner Rest Subjektivität und Intransparenz der Entscheidung zurück.

Die Interviewaussage eines Ratinganalysten verdeutlicht diese Herangehensweise:

„Ich glaube, man muss das... also, man muss die Erfahrung haben, Geschäftsmodelle zu verstehen und zu beurteilen. Und das ist eine generelle Erfahrung, die man im Laufe der Jahre halt sammelt. Ich sag mal, wenn Sie sich mit 5000 Managern unterhalten, und 5000 Manager ihnen erzählen, was sie so machen, was sie in der Vergangenheit gemacht haben... irgendwann kriegen Sie ein recht gutes Gefühl dafür, ob das passt oder nicht. Ja, und das ist eben die Erfahrung unserer Analysten. Wenn... ich weiß nicht, wie viele Manager Sie jetzt interviewen, aber Sie werden auch irgendwo ein Gefühl dafür entwickeln, passt das oder erzählt der mir eigentlich nur was. Und dann können Sie das natürlich auch hinterfragen. Und sie werden's nicht direkt hinterfragen, sondern auf Umwegen. Sie sprechen ja auch mit Mitarbeitern. Und dann hat der Manager Ihnen irgend was erzählt, und dann fragen Sie mal den Mitarbeiter so indirekt zu einem Thema, das damit zu tun hat, und da kriegen Sie ein Gefühl dafür, ob das stimmt, ob das passt, oder ob da eher Probleme zu erwarten sind.“

Diese Art des Expertentums konnte sich beim Unternehmensrating auch deshalb in dieser Weise entwickeln, weil Ratingagenturen in den letzten 100 Jahren niemandem gegenüber formal rechenschaftspflichtig waren. In den USA ist in Gerichtsverfahren gegen die Ratingagenturen das Rating wiederholt als Meinungsäußerung eingestuft worden und genießt damit quasi verfassungsrechtlichen Schutz (Partnoy 2002, S. 78f.; Kerwer 2005, S. 469). In Haftung genommen konnten die Agenturen damit bislang nur indirekt durch die disziplinierende Wirkung des Marktes, der eine mögliche Diskrepanz zwischen Prognose und Ereignis, z. B. beim Zahlungsausfall eines als sehr kreditwürdig eingestuften Unternehmens, *ex-post* mit Reputationsverlusten bestraft. Auf diese Weise, d. h. frei von Vorgaben oder Rechenschaftspflichten, konnten sich die Analysten in praktisch ganzheitlicher Weise auf das Unternehmen und seine Zahlungsaussichten fokussieren. Abgesehen von der Tatsache, dass bei Ratingurteilen Mechanismen im Sinne einer *self-fulfilling prophecy* (Merton 1995) wirken und abgesehen von einigen Aufsehen erregenden

Fehlurteilen, allen voran Enron und WorldCom Anfang des Jahrtausends, ist ihnen dies in den letzten 100 Jahren auch relativ gut gelungen.

Damit zeichnet sich der klassische Ratingexperte einerseits durch eine ganzheitliche, qualitative Herangehensweise mit autonomen Entscheidungsspielräumen, durch ein persönlich-direktes, suchend-entdeckendes Verfahren, durch Flexibilität und Lernfähigkeit sowie durch Intuition und *tacit knowledge* aus. Dieser Experte ist andererseits auch gekennzeichnet durch die Entbindung von direkten Rechenschaftspflichten, durch Subjektivität und Intransparenz, durch unvollständige Dokumentation und fehlende Überprüfbarkeit. In der Summe hat sich das in dieser Weise gekennzeichnete Verfahren des Unternehmensratings – vor allem im Vergleich zum Rating strukturierter Finanzprodukte – das im Folgenden betrachtet wird, als relativ erfolgreich erwiesen.

### **Expertentum beim Rating strukturierter Finanzprodukte**

Das Expertentum beim Rating strukturierter Finanzprodukte stellt sich demgegenüber gänzlich anders dar. Diese Form des Expertentums ist eine relativ junge Entwicklung, die vor allem in den letzten Jahren im Zuge der Entwicklung eines breiten Subprime-Marktes in den USA an Fahrt gewonnen hat.<sup>5</sup>

Um das Expertentum hier im Unterschied zum Expertentum beim Unternehmensrating darstellen zu können, soll im Folgenden diese Art der Bewertung strukturierter oder auch verbriefter Finanzprodukte kurz erläutert werden. Dies geschieht in Form einer vereinfachten Darstellung am Beispiel so genannter *residential mortgage backed securities* (RMBS), also von Finanzprodukten, die mit Hypotheken für Wohneigentum besichert sind (für eine ausführliche Beschreibung der Bewertung strukturierter Produkte durch Ratingagenturen siehe exemplarisch SEC 2008).

Was muss man sich unter diesen strukturierten Finanzprodukten vorstellen? Dazu ein kurzes Beispiel: Eine Bank, der *originator*, hat Immobilienkredite an 1000 Bauherren vergeben, möchte diese Belastungen, für die auch Eigenkapital vorgehalten werden muss, nun aber aus der Bilanz haben. Um die Kredite auf dem Finanzmarkt verkaufen zu können, wendet sie sich an eine Investmentbank, den *arranger*, die diese Kredite alle in einem Pool bündelt und in ein so genanntes *Special Purpose Vehicle* (SPV) transferiert. Aus dem SPV werden die Kredite dann in strukturierter oder verbriefter Form an Investoren verkauft. Letztere übernehmen damit das Risiko der Kredite, erhalten aber auch die Tilgungen oder Zinszahlungen der Bauherren. Damit die Kredite besser verkäuflich sind, werden sie tranchiert, d. h. in unterschiedliche Klassen mit unterschiedlichem Risiko aufgeteilt. Hier im Beispiel werden drei Tranchen, *Senior*, *Mezzanine* und *Junior* gebildet, die alle drei von den Ratingagenturen mit Ratingnoten versehen werden. Sinn dieser Tranchierung ist eine Risikostreuung in der Hinsicht, dass sich in der Juniortranche die schlechtesten und in der Seniortranche die besten Risiken finden. Erst wenn die Kredite aus den unteren beiden Tranchen ausgefallen sind, ist auch die Senior-Tranche in Gefahr. Da

---

<sup>5</sup> Während im Jahr 1995 in den USA nur Subprime-Hypotheken im Wert von 65 Milliarden vergeben worden waren, so vervielfachte sich diese Zahl – inflationsbereinigt – bis 2003 und betrug im Jahr 2005 625 Milliarden Dollar (Chomsisengphet/Pennington-Cross 2006, Ashcraft/Schuermann 2008). Mit dem Anstieg des Subprime-Hypothekenvolumens wuchs auch die Verbriefungsrate. Lag diese 1995 noch unter 30 Prozent, erreichte sie 2003 fast 60 Prozent (Chomsisengphet/Pennington-Cross 2006), um im Jahr 2006 bis auf 75 Prozent anzusteigen (Demyanyk/Van Hemert 2008, S. 6).

sie durch die unteren beiden Tranchen in gewisser Weise geschützt ist, erhält sie zumeist auch die höchste Ratingnote AAA.

Wie stellt sich nun für die Ratinganalysten die Arbeit dar? Wie kommen sie zu einer Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeiten dieser einzelnen Tranchen? Welche Art von Expertentum ist dabei zu beobachten?

Zunächst erhält die Ratingagentur einen Datensatz, bspw. in Form einer Excel-Tabelle, mit Informationen über die den strukturierten Finanzprodukten zugrunde liegenden Immobilienkrediten. Dazu gehören zum Beispiel das Grundkapital der Hypothek, die geographische Lage der Immobilie, Art und Laufzeit des Kredits oder die Kreditgeschichte und der FICO-Score des Schuldners. Bei letzterem handelt es sich um das amerikanische Äquivalent zum deutschen SCHUFA-Score. Der FICO-Score spielt bei der Vergabe von Immobilienkrediten und dessen Konditionen eine wichtige Rolle, obwohl man weiss, dass er häufig auf falschen oder mangelhaften Informationen beruht. Der Datensatz, der die Arbeitsgrundlage für das nachfolgende Rating darstellt, ist also von Anfang an fehlerbehaftet, ohne dass die Ratingagentur dagegen etwas tun könnte (Róna-Tas/Hiß 2010).

Der mit dem Fall betraute leitende Ratinganalyst analysiert nun also auf Grundlage des Datensatzes den Hypothekenpool und seine Kapitalstruktur und generiert dann mit Hilfe so genannter *Stress Tests* erste Vorhersagen zur Ausfallwahrscheinlichkeit der Kredite. Diese *Stress Tests*, die unterschiedliche Szenarien durchspielen, basieren auf quantitativen Modellen, wie z. B. *expected loss models*, und anderen quantitativen Faktoren. Anschließend bewertet der Analyst die vorgesehene Kapitalstruktur hinsichtlich der von der Investmentbank angestrebten Ratingnote. Wenn der Analyst die Kapitalstruktur als nicht ausreichend für das angestrebte Rating ansieht, gibt er diese vorläufige Einschätzung an die Investmentbank weiter. Diese kann das Votum des Analysten entweder akzeptieren, oder bei der Kapitalstruktur nachbessern, um die angestrebte Ratingnote doch noch zu erhalten. An dieser Stelle ist der Ratinganalyst zumindest indirekt an der Konstruktion des strukturierten Produkts beteiligt. Indem Investmentbank und Analyst in eine Interaktion eintreten, in der es darum geht, mit welcher Kapitalstruktur welche Ratingnote erzielt werden kann, eröffnet sich eine Gelegenheit für *bargaining* und damit für Einflussnahme der Investmentbank auf den Analysten. Hier setzt auch der Vorwurf der Interessenkonflikte der Ratingagenturen an (Lynch 2009; Strier 2008). Schließlich führt der Analyst noch eine quantitative *Cash-Flow-Analyse* durch, überprüft die rechtswirksamen Dokumente, und gibt seine Ratingempfehlung für jede einzelne Tranche an das Ratingkomitee weiter, dem die letztendliche Entscheidung vorbehalten ist.

Das Rating strukturierter Finanzprodukte ist damit wesentlich stärker standardisiert und formalisiert als das Rating von Unternehmensanleihen. Der Ratinganalyst bewertet hier keine konkreten Unternehmen, sondern einen Pool von Schuldverschreibungen, dessen Datengrundlage sich seiner Überprüfung entzieht. Die Daten werden anhand fester Regeln eingegeben und mit Hilfe statistisch-mathematischer Modelle verarbeitet. Die dabei verwendeten Regeln und Formeln resultieren zumeist aus vorangegangenen Kalkulationen. Zwar kommen auch hier Ermessensurteile mit ins Spiel, allerdings in erster Linie bei der Auswahl der Modelle und beim Treffen bestimmter Annahmen. Eine Entscheidung wird nicht – wie beim Unternehmensrating – auf Grundlage eines individuellen Falls getroffen, sondern mechanisch über eine Klasse von Fällen, die die gleichen Charakteristika teilen.

Diese Art des Ratings lässt sich grundsätzlich gut dokumentieren und ist intersubjektiv nachvollziehbar. Auch wenn das in der Subprime-Krise nicht immer der Fall war, ist eine formale Kalkulation dieser Art aufgrund ihrer Regelgebundenheit transparent und vollständig replizierbar. Durch sein Angewiesensein auf quantitative Verfahren kann der Analyst auf Umweltveränderungen allerdings nur mit Zeitverzug reagieren, was auch in der Subprime-Krise gut zu beobachten war. Wenn zudem die Datengrundlage mangelhaft ist, wird bei diesem Verfahren automatisch auch eine mangelhafte Prognose herauskommen.

Im Vergleich der beiden Ratingverfahren ergeben sich also im Hinblick auf die Art des Expertentums große Unterschiede.

	<b>Unternehmensrating</b>	<b>Rating strukturierter Finanzprodukte</b>
<b>Dominierendes Entscheidungsmodell</b>	Expertenentscheidung	Formalisierte Entscheidung
<b>Charakter des Entscheidungsprozesses</b>	entdeckend/ kreativ/ suchend/ spezifisch-individuell/ qualitativ	Anwendung statistisch-mathematischer Modelle/ quantitativ
<b>Rolle des Experten</b>	aktiv im gesamten Entscheidungsprozess	ex-ante Konstruktion und ex-post Anpassung statistisch-mathematischer Modelle
<b>Verhältnis des Experten zum Ratingobjekt</b>	direkt/ konkret/ persönlich	indirekt/ abstrakt/ vermittelt
<b>Reaktionsfähigkeit auf Umweltveränderungen/ Lernprozess</b>	hoch/ kontinuierlicher Lernprozess/ flexibel	verzögert/ ex-post nach mehreren Ratingverfahren durch Modellveränderungen/ starr
<b>Horizont</b>	ganzheitlich/ umfassend	Vorstrukturierung des Denkens durch Modelle
<b>Nachvollziehbarkeit des Entscheidungsprozesses</b>	nur bedingt nachvollziehbar/ individuelle Entscheidungs-rationalitäten einzelner Analysten/ Dokumentation nur bedingt möglich	intersubjektiv nachvollziehbar/ Dokumentation möglich
<b>Prognosegenauigkeit</b>	Relativ hoch	niedrig

**Tab. 1: Expertentum beim Unternehmens(anleihe)rating und beim Rating strukturierter Finanzprodukte im Vergleich**  
(Quelle: Eigene Darstellung)

### **Regulierung der Ratingagenturen in Europa**

In Europa gab es bis vor kurzem kein speziell auf Ratingagenturen zugeschnittenes Regelwerk, weder in den einzelnen Ländern noch auf europäischer Ebene. Unter dem Kommissar für Binnenmarkt und Dienstleistungen, Charlie McCreevy, verfolgte die Kommission der Europäischen Union bis 2008 auch eine eher abwartende Haltung. Zumindest in dem Sinne, dass sie bis dahin auf die freiwilligen Selbstregulierungskräfte der Branche setzte. Zwar stellte die Kommission im März 2006 offiziell fest (Europäische Kommission 2006), dass sie das Gebaren der Ratingagenturen aufmerksam beobachte, wollte sich aber auf keine weitergehende



Lösung festlegen. Bis zur Überarbeitung des auf freiwilliger Einhaltung basierenden *Codes of Conduct* für Ratingagenturen durch die International Organisation of Securities Commissions im Jahr 2008 (IOSCO 2008b), wollte die Kommission das auf Freiwilligkeit fußende Regime der Ratingagenturen nicht weiter irritieren. Lediglich die beiden im Zuge des Lamfalussy-Verfahrens ins Leben gerufenen Expertengruppen, das Committee of European Securities Regulators (CESR)<sup>6</sup> und die European Securities Expert Group (ESME)<sup>7</sup> wurden von der Kommission aufgefordert, Berichte zu erstellen und einen Konsultationsprozess mit den Ratingagenturen durchzuführen. Handlungsbedarf erkannte die Kommission dann erst nach Ausbruch der Subprime-Krise, für den die Ratingagenturen mitverantwortlich gemacht wurden. Nach Ankündigungen im Frühjahr und Sommer legte die Kommission schließlich im November 2008 einen Gesetzentwurf vor (Europäische Kommission 2008), der noch immer im Gesetzgebungsverfahren steckt. Zuletzt hat, am 23. April 2009, das Europäische Parlament zum Verordnungsvorschlag Stellung genommen.

Mit diesem Gesetzentwurf nimmt die Kommission vier allgemeine Ziele zur Regulierung der Ratingagenturen in Angriff. Diese sind: (1) die Vermeidung oder angemessene Handhabung von Interessenkonflikten, (2) die Verbesserung der Qualität der Ratingmethoden und der Ratings, (3) die Erhöhung der Transparenz der Ratingagenturen und ihrer Verfahren durch Offenlegungspflichten, sowie (4) die Etablierung einer effizienten Registrierung und Aufsichtsinfrastruktur (Europäische Kommission 2008, S. 4). Die Schaffung von Transparenz ist dabei ein Mittel, das nicht nur selbst als explizites Ziel genannt ist, sondern auch bei der Erreichung der drei anderen Ziele instruktiv ist.

Im Einzelnen sollen die im ersten Ziel attackierten Interessenkonflikte dadurch vermieden werden, dass sie – soweit als nur möglich – entweder als solche offen gelegt oder wenigstens der Umgang mit ihnen genauestens dokumentiert wird. „So müssen sie Interessenkonflikte vollständig, rechtzeitig, klar, präzise, spezifisch und sichtbar offenlegen und alle Umstände, die die Unabhängigkeit der Ratingagentur oder ihrer am Ratingprozess beteiligten Mitarbeiter gefährden können, zusammen mit den zu diesem Zweck getroffenen Schutzmaßnahmen aufzeichnen“ (Europäische Kommission 2008, S. 8). Die als zweites Ziel genannte Verbesserung der Qualität der Ratingmethoden und der Ratings soll ebenfalls über weitgehende Transparenzforderungen gesichert werden. „Um versierten Marktteilnehmern (Banken und anderen institutionellen Anlegern) die Überprüfung der Solidität der verwendeten Methoden und der von der Ratingagentur zugrunde gelegten Ratings bei gleichzeitiger Erhöhung der Marktdisziplin zu gestatten, müssen die Ratingagenturen die von ihnen beim Ratingverfahren angewandten Methoden, Modelle und grundlegenden Annahmen bekannt geben“ (Europäische Kommission 2008, S. 9). Indem die Ratingagenturen ihre Methoden so weit offen legen müssen, dass andere

<sup>6</sup> Das CESR ist eine Beratergruppe der Europäischen Kommission, zusammengesetzt aus Vertretern der nationalen Wertpapier-Aufsichtsbehörden. Ihre Aufgabe ist die Verbesserung der Koordinierung zwischen den einzelnen Wertpapier-Aufsichtsbehörden, Beratung der Europäischen Kommission und Gewährleistung der Umsetzung der Vorschriften der Europäischen Gemeinschaft in den Mitgliedstaaten. Internet: [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org) [zuletzt aufgesucht am 10.10.2009].

<sup>7</sup> Die ESME ist ein die Europäische Kommission beratendes Organ, das sich aus Experten der Wertpapiermärkte zusammensetzt. Internet: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/esme/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm) [zuletzt aufgesucht am 10.10.2009].

die Ratingergebnisse verifizieren können, müssen sie ihre jahrzehntelang gut gehütete Entscheidungs-Blackbox wenigstens ein Stück weit öffnen. Zwar waren auch schon vor diesem Gesetzentwurf die Methoden der Agenturen auf deren Homepages einsehbar, jedoch deutlich allgemeiner gehalten als dies jetzt gefordert wird. Das dritte, explizite Ziel zur Transparenzschaffung und Offenlegung sieht vor, dass Ratingagenturen einen jährlichen Transparenzbericht erstellen müssen. „Um zu gewährleisten, dass die internen Prozesse und Verfahren hinreichend transparent sind“, sind sie zusätzlich verpflichtet, „bestimmte wichtige Informationen bekannt [zu] geben, wie Interessenkonflikte, Methoden, grundlegende Ratingannahmen und die allgemeinen Grundsätze für die Vergütung ihrer Mitarbeiter. Auch müssen sie regelmäßig Daten über historische Ausfallquoten von Ratingkategorien veröffentlichen und den zuständigen Behörden Unterlagen wie die Liste der 20 größten Kunden aufgeschlüsselt nach Umsatzerlösen übermitteln... Um sicherzustellen, dass einschlägige standardisierte Daten über die Leistungen von Ratingagenturen vorliegen und die Marktteilnehmer branchenweite Vergleiche anstellen können, wird der CESR einen zentralen Datenspeicher einrichten, der öffentlich verfügbar ist“ (Europäische Kommission 2008, S. 10). In diesem Datenspeicher sollen Ratingagenturen Informationen über ihre bisherigen Ratingergebnisse und Ratingtätigkeiten zugänglich machen. Das letzte Ziel der Schaffung einer Registrierungs- und Aufsichtsinfrastruktur sieht eine einzige Anlaufstelle für die Registrierung von Ratingagenturen beim CESR vor, die dann auch im europäischen Raum koordinierend wirken soll. Somit kommt in den Ratingmarkt weitere Transparenz durch Zentralisierung aller Informationen.

An dieser Stelle wurden nur kurz die zentralen Ziele sowie einige Aussagen aus dem Verordnungsentwurf benannt. Insgesamt wird beim Lesen des Entwurfs und der dazugehörigen Dokumente deutlich, dass die vorliegende Regulierung eine deutliche Reaktion ist auf das Rating strukturierter Finanzprodukte, was nach der Krise auch nicht weiter verwundert. Überraschend ist vielmehr, dass im Entwurf nicht weiter zwischen den beiden Ratingverfahren differenziert wird. Vielmehr werden am statuierten Exempel des Ratings strukturierter Finanzprodukte auch das Unternehmensrating und das dazugehörige Expertenmodell über den gleichen Leisten geschlagen. Und dieser Leisten ist gekennzeichnet von Transparenz und Offenlegung, Standardisierung und Formalisierung, sowie Beaufsichtigung und Kontrolle.

### **Wandel des Expertentums**

Damit wandelt sich die Arbeit von Ratinganalysten insgesamt in Richtung Formalisierung als dominierendes Entscheidungs- und Expertenmodell. Obwohl das Rating strukturierter Finanzprodukte krisenauslösend war, stärkt die Regulierung in Europa (wie auch in den USA) die Charakteristika des daran geknüpften Expertentums. Auf der anderen Seite wird das Entscheidungsmodell autonomer Expertenentscheidungen, das beim Unternehmensrating keine Auswirkungen auf die Krise hatte, durch die neuen Gesetzesvorgaben konterkariert.

Es geht an dieser Stelle nicht um eine normative Bewertung dieser Entwicklungen. Zu unterstreichen ist lediglich der Wandel des Expertentums, der am Beispiel der Ratingagenturen exemplarisch nachgezeichnet wurde, den man aber auch in anderen gesellschaftlichen Teilbereichen verfolgen kann. Zu beobachten ist dabei das Verschwinden, oder zumindest die Zurückdrängung, eines bestimmten

Typus von Experten, dessen Kennzeichen neben Wissen und Expertise eben auch Charakteristika wie Autonomie, Schutz oder Vertrauen sind. Dieser Experte, der bislang eher an seinen Ergebnissen gemessen worden ist und sich über seine Profession oder Reputation legitimieren konnte, der Spielräume für Entscheidungsfindung hatte und diese auch nicht weiter rechtfertigen musste, der von formalen Rechenschaftspflichten zum Teil befreit und vor Haftbarmachung oder Regresspflichten geschützt war, gerät durch die aktuelle Gesetzgebungsinitiative zur Regulierung der Ratingagenturen weiter in die Defensive.

Dieser Typus des Experten wird nun zunehmend verdrängt von einem anderen Typus, der Standards und Regeln befolgt und sich über die Einhaltung seiner Vorgaben legitimiert, der Abweichungen rechtfertigen muss oder dafür haftbar gemacht werden kann, dessen Verfahren objektiv und intersubjektiv nachvollziehbar sind, aber einen ähnlich bedeutenden Stellenwert einnehmen wie die Erzielung „richtiger“ Ergebnisse. Bei dieser Art des Experten können auch Interessenkonflikte formal kontrolliert werden, machen sich aber auch neue Probleme breit, wie bspw. die von Espeland und Sauder (2007) so bezeichnete Reaktivität der anderen Seite. Dabei reagiert die andere Seite im Bewertungsprozess, in diesem Fall die zu bewerteten Unternehmen, auf die starren Methoden und Verfahren der Ratingagenturen und passt sich an diese an. Das vermeintlich gelöste Problem der Interessenkonflikte und der Korruption wird also durch ein anderes ersetzt.

Durch den skizzierten Wandel hin zu mehr Formalisierung schwindet die Vielfalt des Expertentums auf dem Finanzmarkt. Beim Rating verlieren autonome Expertenentscheidungen, die bislang für das klassische Unternehmens(anleihe)-rating charakteristisch waren, zugunsten der Anwendung formalisiert-standardisierter Modelle, die mit dem Aufkommen des Subprime-Hypotheken- und -Verbriefungsmarktes Verbreitung fanden, zunehmend an Einfluss. Der Gesetzgeber stärkt durch seine Regulierung damit genau jenes Expertenmodell formalisierter Entscheidungen, dessen Versagen erst krisen- und regulierungsauslösend war. Demgegenüber wird das Expertenmodell autonomer Expertenentscheidungen derselben standardisierenden und formalisierenden Regulierung unterzogen und damit in seiner Eigenheit geschwächt, obwohl es an der Krise keinen signifikanten Anteil hatte.

Formalisierte Systeme der Bewertung von Kreditwürdigkeit sind aus dem Bereich des Konsumentenscoring bereits ebenso bekannt wie die Schwierigkeiten, die damit einhergehen: Formalisierte Scoringssysteme treffen nur gute Prognosen, wenn die Datenqualität hoch ist; sie sind anfällig für Mechanismen der Reaktivität und des *Gaming the system*, sie sind rigide und lernen nur nach mehreren Runden dazu (Róna-Tas/Hiß im Erscheinen). Gerade in einer Zeit, in der einem durch die Subprime-Krise die hohe Komplexität der Wirklichkeit vor Augen geführt worden ist, ist fraglich, ob sich mit mehr Formalisierung oder mit der stärkeren Formalisierung weiterer Teilbereiche des Finanzmarktes diese Komplexität in den Griff bekommen lässt.

## Literatur

- Adorno, T. W./Dahrendorf, R./Pilot, H./Albert, H./Habermas, J./Popper, K. R. 1972: Der Positivismusstreit in der deutschen Soziologie. Darmstadt
- Ashcraft, A. B./Schuermann, T. 2008: Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit. Federal Reserve Bank of New York, Staff Report no. 318.

- Internet: [http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr318.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr318.pdf) [zuletzt aufgesucht am 10.10.2009]
- Chomsisengphet, S./Pennington-Cross, A. 2006: The Evolution of the Subprime Mortgage Market. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Jg. 88, H. 1, S. 31-56. Internet: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/06/01/ChomPennCross.pdf> [zuletzt aufgesucht am 10.10.2009]
- Demyanyk, Y./Van Hemert, O. 2008: Understanding the Subprime Mortgage Crisis. Internet: <http://ssrn.com/abstract=1020396> [zuletzt aufgesucht am 10.10.2009]
- Ericsson, K. A./Charness, N./Feltovich, P. J./Hoffman, R. R. (Hg.) 2007: The Cambridge Handbook of Expertise and Expert Performance. Cambridge
- Espeland, W. N./Sauder, M. 2007: Rankings and Reactivity: How Public Measures Recreate Social Worlds. In: American Journal of Sociology, Jg. 113, H. 1, S. 1-40
- Europäische Kommission 2008: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen. Brüssel. Internet: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/proposal\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_de.pdf) [zuletzt aufgesucht am 10.10.2009]
- Europäische Kommission 2006: Mitteilung der Kommission über Rating-Agenturen. Brüssel. Internet: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:DE:PDF> [zuletzt aufgesucht am 10.10.2009]
- European Commission 2008: Impact Assessment. Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies. Brussels. Internet: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/impact\\_assessment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/impact_assessment_en.pdf) [zuletzt aufgesucht am 10.10.2009]
- Habermas, J. 1969: Technik und Wissenschaft als Ideologie. Frankfurt/M.
- Haipeter, T. 2006: Bankkaufleute in der Reorganisation. Zur Lage der Erstausbildung im Bankgewerbe. In: Zeitschrift für Soziologie, Jg. 35, H. 1, S. 57-76
- IOSCO – International Organization of Securities Commissions 2008a: Report on the Subprime Crisis. Final Report. Internet: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD273.pdf> [zuletzt aufgesucht am 10.10.2009]
- IOSCO – International Organization of Securities Commissions 2008b: Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. Internet: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf> [zuletzt aufgesucht am 10.10.2009]
- Kerwer, D. 2005: Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies. In: Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions, Jg. 18, H. 3, S. 453-475
- Kleinmuntz, B. 1990: Clinical and actuarial judgment. In: Science, Jg. 247, Issue 4939 (Jan. 12), S. 146-147
- Kuhn, T. S. 1970: The structure of scientific revolution. 2., erw. Ausg., Chicago
- Kurz-Milcke, E./Gigerenzer, G. (Hg.) 2004: Experts in Science and Society. New York
- Lynch, T. E. 2009: Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment. Indiana Law Research Paper No. 133. Internet: <http://ssrn.com/abstract=1374907> [zuletzt aufgesucht am 10.10.2009]
- Merton, R. K. 1995: Soziologische Theorie und soziale Struktur. Berlin

- Mieg, H. A. 2001: The Social Psychology of Expertise. Case Studies in Research, Professional Domains, and Expert Roles. Mahwah, NJ
- Partnoy, F. 2002: The Paradox of Credit Rating. In: Levich, R. M./Majnoni, G./Reinhart, C. (Hg.): Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System. Boston, S. 65-84
- Polanyi, M. 1966: The Tacit Dimension. New York (Chapter 1: Tacit Knowing)
- Romey, C./Drut, B. 2008: Analysis of Subprime RMBS Ratings in the USA. Risk and Trend Mapping – no. 4. Autorité des marchés financiers. Internet: [http://www.amf-france.org/styles/default/documents/general/8136\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/styles/default/documents/general/8136_1.pdf) [zuletzt aufgesucht am 10.10.2009]
- Róna-Tas, Á./Hiß, S. (2010): Das Kreditrating von Verbrauchern und Unternehmen und die Subprime-Krise in den USA mit Lehren für Deutschland. In: Informatik-Spektrum (im Erscheinen).
- SEC – Securities and Exchange Commission 2008: Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies. Internet: <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf> [zuletzt aufgesucht am 10.10.2009]
- Sinclair, T. J. 2005: The New Masters of Capital. American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness. Ithaca, London
- Sylla, R. 2002: An historical primer on the business of credit rating. In: Levich, R. M./Majnoni, G./Reinhart, C. (Hg.): Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System. Boston, Dordrecht, London, S. 19-40
- Strier, F. 2008: Rating the Raters: Conflicts of Interest in the Credit Rating Firms. In: Business and Society Review, Jg. 113, H. 4, S. 533-553



### **AIS-Studien**

Das Online-Journal der Sektion Arbeits- und Industriesoziologie  
in der Deutschen Gesellschaft für Soziologie (DGS).

[www.arbsoz.de/ais-studien](http://www.arbsoz.de/ais-studien)